

东港股份

002117

中性/ 首次评级

股 价	2009/03/24
RMB11.63	

基础数据

总股本（百万股）	110
流通 A 股（百万股）	71
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	808

财务数据

市净率 (X)	2.37
TRACING P/E (X)*	21.14
EPS (元)	0.54
股息率 (%)	2.37

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 孔华强
 +21-5010 6015
 konghq@lhqz.com

平缓增长的商业票据印刷商

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	468.7	527.5	557	604
(+/-%)	12.7	12.6	5.5	8.4
归属母公司净利润(百万元)	56.1	59.2	58	61
(+/-%)	6.5	5.5	-1.7	4.8
EPS(元)	0.51	0.54	0.53	0.55
P/E(倍)	22.3	21.1	22	21

■ 我国商业票据印刷行业市场规模在 120-150 亿元之间,年增速在 12%左右,在传统商业票据印刷产品日趋成熟的情况下,国内商业票据印刷行业步入转型期,未来转型的方向是由印刷型企业向服务型转变;产品从传统商业票据向直邮产品(Direct Mail, DM)转变。

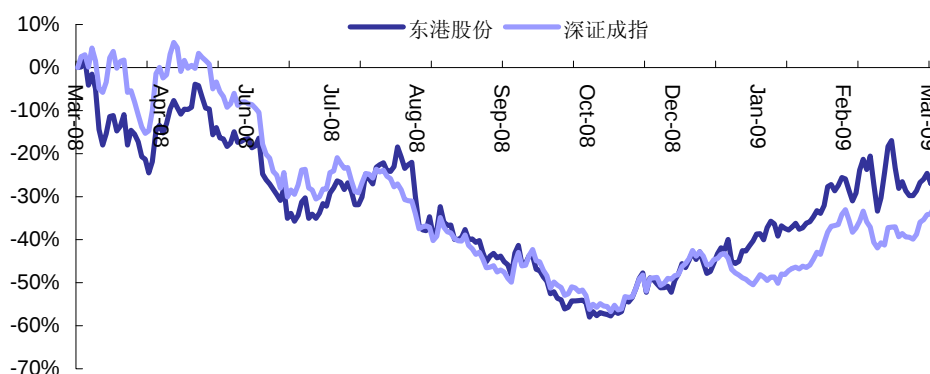
■ 我们测算当前国内 DM 印刷业的市场规模在 3.1 亿元左右,根据中国邮政集团的规划,未来 3-5 年内市场规模有望达到 8-17 亿,保守增速不低于 21%,我们认为国内 DM 市场已进入起飞期。

■ 东港股份是国内商业票据印刷行业的龙头企业,浸淫传统商票印刷领域多年,在以销定产、客户至上的商票印刷领域打造了较为完善的营销网络和积累了丰富的客户资源,但在传统票据印刷行业总体增长趋缓、业内竞争日趋激烈的背景下,公司传统业务增长难有起色。

■ 公司募投项目 DM 产品 08 年相对于 07 年增长 222%,但由于收入占比太低,即使未来两年保持 50%以上的增长,仍难对公司主营收入增速做出显著贡献。

■ 测算公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.53 和 0.55 元,相对当前股价动态 PE 分别为 22、21 倍。我们认为在公司稳定的分红比率、稳定的毛利率水平和平缓的增长前景下,股价已经合理反映了公司的内在价值,给予公司“中性”评级。

最近 52 周股价表现



商业票据印刷行业面临转型

传统商票印刷业务日趋成熟

近十年来,我国的商业印刷票据经历了卷式发票、有奖刮开式发票等票种的大力推广和普及,有力地促进了票据印刷业的快速发展。截至目前我国已经有 1200 多家各类票据印刷企业,业务涉及银行、铁路、邮政、交通、电力、通讯、工商、税务、财政、保险、餐饮、流通等各行各业,商业票据的市场规模在 120-150 亿之间。

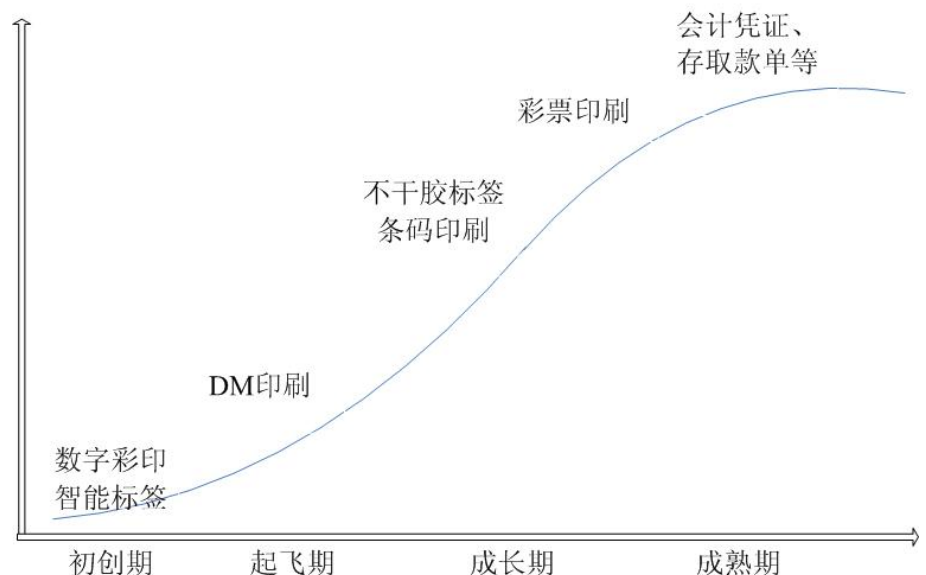
根据我国印刷行业“十一五”规划,预计票据印刷行业年均产值将以 12% 左右的速度递增,略高于全国印刷业平均增幅。商业票据主要客户集中在金融、财税和商业流通领域,其中 40% - 50% 的需求来自政府部门。此外随着近年来税务发票改革政策的制定、试行和普及,票据市场的成长幅度渐趋稳定。中国票据印刷行业逐渐进入了平稳的发展阶段:市场发展趋于成熟、票据需求增长平稳。

无论是从印刷设备、产品结构还是行业壁垒来看,传统商票印刷业务已进入平缓增长期。

从印刷设备角度来看,我国商票印刷技术装备日渐成熟,主要生产设备已经形成以联动式票据生产线为主的格局,全国已经有上千台联动式票据印刷设备,普遍引入了数字印刷、数字喷码等现代数字印刷技术,一些印刷企业甚至装备了当前国际一流的票据印刷设备。

从商票分类产品的角度来看,我国的普通发票、各类会计凭证、存取款单等产品已步入成熟期,彩票印刷经过快速发展之后也进入成长后期,而 DM(Direct Mail, 直接邮寄,直邮)印刷、基于 RIFD 技术的智能标签印刷则处于起飞阶段。

图 1、国内不同商业印刷产品生命周期



数据来源：联合证券研究所。

从国内商票印刷行业的进入壁垒来看,壁垒大致可分为资质壁垒、技术壁垒和客户壁垒。我们认为印刷资质壁垒固然存在,但不是决定印刷企业竞争优势的核心因素,国内有能力从事商票印刷的企业都能够取得相应的资质。技术壁垒可分为两个层次,其一是印刷设备;其二是熟练应用设备进行票据印刷的能力。前者可通过

进口先进设备来解决，后者对于一个业内运营多年的企业来讲不是难题。我们认为客户壁垒是目前决定商票印刷企业成长能力的重要影响因素。

票据印刷服务大多具有防伪、保密的要求，较严格的资质限制使得目前能够从事此类业务的企业数量较少。同时有这些防伪印刷需求的企事业单位基本都有数据保密的需要，因此一般与印刷企业合作比较固定。商业票据印刷业的竞争主要针对优质客户的争夺，特别是争夺政府财税部门、银行、保险公司、公用事业单位等的年度订单。客户关系壁垒的存在一方面使得新进入者难以得到市场份额，另一方面又使业内已形成稳定客户关系的企业之间竞争激烈，不同公司的业务存在此消彼长的关系。

传统商票印刷行业转型方向：服务型企业+产品创新

对于国内的商票印刷企业而言，目前在传统商票日渐成熟的格局下虽然票据的印制数量每年呈增长的趋势，但利润水平在逐渐下降，总体产能大于总体需求的现象已经显现出来，企业间的竞争不断加剧。如前所述，印刷企业之间的竞争主要在于下游客户的争取，每一个客户的争取，往往牵涉到的将都是整年的巨额业务量，这种丢失不得的压力，让业者间的竞争更是短兵相接。由于产品渐趋稳定，具有一定规模的厂家，无论是在设备、技术、管理等服务领域近年来发展相差不大，为了争夺用户，往往形成价格战，这将造成企业利润难以快速增长的隐忧。

我们认为在当前商印行业的竞争格局下，商印企业在未来的市场上能够胜出的决定因素是向两个方向转变：**其一是公司更多地向服务业方向转变，其二为抓住革命性新产品出现的契机，拓展新的利润增长点。**

由传统商业票据印刷业 向数据库管理、产品整体 解决方案提供商转变

印刷业已是一种数码科技的服务业，主要是制作过程中运用很多的数码科技，而且必须要随时了解及满足客户的需求，这是服务业的观念而非制造业；票据印刷业的产品也都使用于数码相关设备，如打印机、POS机、数据处理、按需印刷等，这些均是数码科技在银行、交通、零售、制造业等自动化或相关的业务领域的应用。随着印刷业务的开展，客户需要完整的一条龙的产品（如窗体、卷标、礼卷、卡片、目录及其它印刷品等）及相关完整的解决方案，这已不是仅仅是一项产品的提供而已，而是一种完整的服务，所以满足客户与解决客户问题的能力、时效与服务质量，也都说明了印刷业也更往服务业方向发展。

就现在一般服务业的趋势而言，提供完整的产品及服务给客户已是商业竞争的一种必要行为，商业票据业者如何提供完整的产品给他的客户亦将是一种有利的竞争力，这种服务的内容将包含所有印刷相关的业务，由印刷到数据处理(DPS)、装封及邮寄(Inserting and Mailing)，未来甚至邮件的递送服务等，这种做法都较吸引到忠诚的客户，也较能创造更多的附加价值；美国印刷公会PIA的统计资料表明印刷业者印刷利润来自于非印刷服务项目的比例将会逐渐增加，如邮寄、数据库管理、数码资产管理、以及其它服务等项目。整合服务绝对是票据印刷业者要走的一条路。

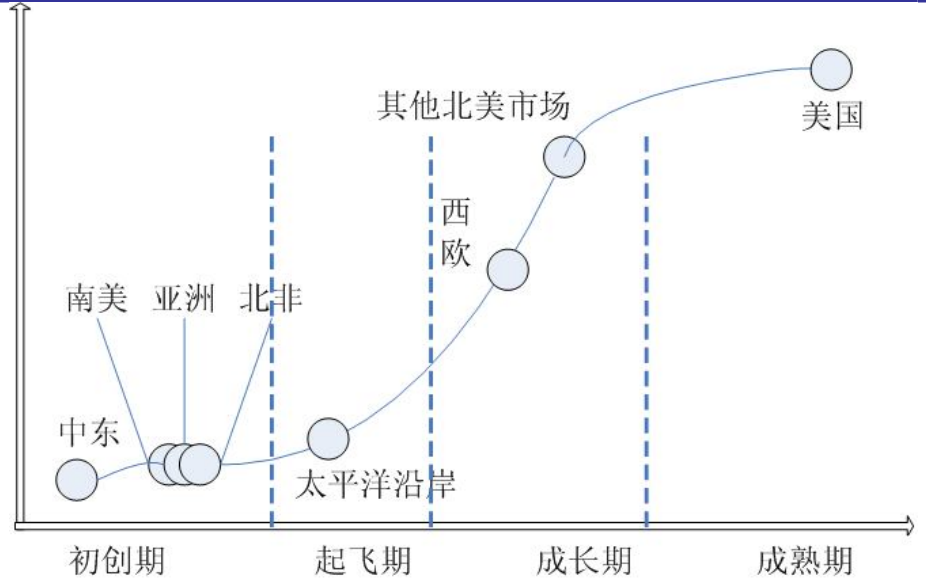
另一方面，虽然传统商印业务成长渐趋缓慢，但因市场的需求在商业票据印刷中各项防伪技术、可变数据打印、直邮、智能芯片包装等创新应用不断出现，新技术、新产品的出现不但促进了行业的发展，也给予那些抓住新涌现的商业机会的公司以成长机遇。我们认为专注于商业票据印刷的企业未来有望通过DM产品和RFID智能标签封装业务来获取新的增长动力。

中国直邮（DM）业务方兴未艾

直邮简介及全球直邮发展状况

直接邮寄 (Direct Mail)简称直邮，就是通过收集、整理、筛选潜在客户名单，确定符合条件的客户群，然后利用产品目录、传单、账单、直邮广告等以邮寄邮件方式，主动将信息传递给客户，以激起客户的购买欲望。又或借助推广资料上令人眼花缭乱的各种优惠或促销，吸引顾客立即回复，一般直邮信函产品包括有账单类 (Transactional)、通知书、直邮广告函件等，由于数码科技的进步，新的直邮广告又结和账单类与广告促销活动，这种单据促销印刷(Transactional Promotional Printing，简称 TransPromo)的新媒体因而产生。从全球范围内看，美国的直邮业务已相当发达，其他北美市场和西欧市场已经步入成长期，中国东部沿海地区的DM业务也已进入起飞阶段。

图 2、全球不同地区 DM 业务发展阶段



数据来源：Arthur D. Little，联合证券研究所。

一封有效的直邮商函通过技术手段寻找目标客户名单非常重要，除了要达到推广与销售产品与服务的目的外，可使目标更加准确，沟通更加有针对性，同时也能正确的收集更完整的客户行为资料，再经过分析、整理来明确忠诚顾客名单以及推广公司品牌意识，而达到长期推广公司产品及服务的目的，单据促销印刷媒体刚好可以满足这个需求。国际研究机构 InfoTrend 认为 TransPromo 广告函件量的在 2012 年前的成长率超过 80%。

根据 Forrester 顾问公司 2005 年的一份针对 B2B 企业在直复营销广告(Direct Marketing Advertising)支出的报告显示，40%的公司认为直邮广告(Direct Mail Advertising)对品牌的建立是帮助，直邮广告的费用支出约占全部营销推广费的 9%；56.2%的公司使用直邮广告做营销工具，其中在医疗、零售、健保、运输业、银行、金融、保险业、旅馆业等直邮广告的比例都占其营销推广支出的 10%以上。

表 1、美国直邮广告(DMA)在各行业的营销推广费支出比率

建筑业	6.30%	制造业	8.30%
汽车业	6.10%	多媒体业	4.30%
航空业	4.90%	医药业	13%
银行、金融、保险业	10.50%	专业服务业	7.90%
房地产业	9.60%	原料产业	6.20%
旅游业	4.60%	旅馆业	11.20%
计算器业	7.50%	零售业	14%
电力业	4.50%	研发单位	8.20%
政府	6.70%	运输业	10.80%
保健业	12.20%		

数据来源: Forrester Consulting 2005 报告, 联合证券研究所。

中国直邮业务进入成长期: 未来 3-5 年内增速不低于 21%

从中国邮政集团的统计数据来看, 上海、北京、广东地区的函件收入位居全国之首, 函件收入增速在 20% 以上, 函件中全国账单邮寄数量 2007 年同比增幅 20%, 其中上海地区账单数量增速为 27%, 北京地区高达 72%。全国 2007 年直邮方式账单邮寄数量 11 亿封, 若以每封账单邮寄费用 0.2 元测算, 则 07 年直邮邮递费用市场规模 2.2 亿左右。推算 08 年国内直邮市场的增速在 40% 左右, 直邮邮寄费用规模约 3.3 亿元。按照邮寄费用和印刷企业 DM 业务收入 1: 1 的关系测算, 我们认为 08 年国内 DM 印刷市场规模大致在 3.1 亿元左右。

当前国内 DM 印刷业的市场规模在 3.1 亿元左右, 未来 3-5 年内市场规模有望达到 8-17 亿, 保守增速不低于 21%

表 2、我国 2007 年函件收入(万元)及函件数量(万件)

	函件收入	同比增速%	总函件量	同比增速%	账单数量	同比增速%
全国	733,867	27	695,302	-3	111,040	20
上海	97,328	37	111,749	8	32,309	27
广东	96,817	27	81,395	1	27,660	18
北京	85,987	21	61,645	1	12,428	72
江苏	62,726	29	77,395	7	8,821	6
浙江	52,103	21	74,481	2	7,829	4
山东	35,288	26	47,156	2	3,293	-12
福建	27,274	21	25,444	-16	3,367	-4
河南	26,468	25	21,515	-7	1,553	168

数据来源: 中国邮政集团, 联合证券研究所。

根据中国邮政对直邮市场发展规划资料, 中邮集团未来 3-5 年内计划在上海、广东、北京、江苏及浙江等地区发展出 5-10 亿人民币的直邮产值, 在山东、福建、河南、河北、湖北及四川发展出 2-5 亿人民币的直邮产值, 而在安徽、辽宁、江西、湖南、陕西、山西、黑龙江及广西发展出 1-2 亿人民币的直邮产值。全国累计直邮产值大概在 8-17 亿人民币之间。据此我们认为直邮印刷的市场规模大致在 8-17 亿之间。

最保守估计, 若 5 年内直邮市场规模达到 8 亿, 则 DM 印刷市场的增速为 21%, 最乐观的估计, 若 3 年内达到 17 亿, 则 DM 印刷市场增速可高达 75%。

东港股份的主要竞争优势

传统商业票据印刷行业步入成熟期之后，票据印刷公司之间的竞争已相当激烈。东港股份经过商票印刷领域的多年浸淫，已积累的较多的优势，我们认为东港的竞争优势主要体现在规模优势和营销网络、客户资源优势方面。

规模优势：2005 年公司已经凭借 118 万箱/年的产能列全国商业票据印刷行业第 1 位，较第二名的企业高 77.9%；国内市场占有率达到 6.73%。

表 3、商票印刷行业主要竞争对手（2005）

企业名称	排名	市场占有率	销售收入(万元)
东港安全印刷	1	6.73	33,673
江苏恒宝股份	2	3.69	16,962
伊诺尔集团	3	2.66	13,300
上海九龙山	4	2.6	13,000
北京京华印刷厂	5	1.97	9,873
深圳地方税务局东鹏印刷厂	6	1.9	9,500
上海证券印刷	7	1.7	8,500
无锡双龙信息纸有限公司	8	1.65	8,254
扬州鑫华印刷	9	1.45	7,338
广州市人民印刷厂	10	1.34	6,702

资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所

营销网络、客户优势：商业票据产品的个性化特点决定了企业的生产经营基本上都采取以销定产的模式，公司营销网络的覆盖面和重量级客户资源的多寡是影响公司业务量增长的主要因素。此外票据印刷业务的地区垄断性很强，尤其是对于财税、银行系统的票据而言，由于牵涉到行业主管机关、直属单位和地区等多方面的利益，此类客户多会对当地关系企业进行保护，从而指定当地企业定点印刷。东港股份营销网络现有销售服务网点 30 个，8 家子公司，相对于其他地域性商业票据印刷公司优势较为明显。

对于银行、保险、邮政、财政、税务、海关等重量级客户来说，商业票据印刷公司需要通过招投标事先取得定点印刷资格，比如银行票证中存折、存单和报单等重要票证采取招标定点，公司已取得 22 家省部级单位 31 项业务票据定点印刷资格，有利于公司在开拓更多的客户资源。

表 4、公司主要客户资源

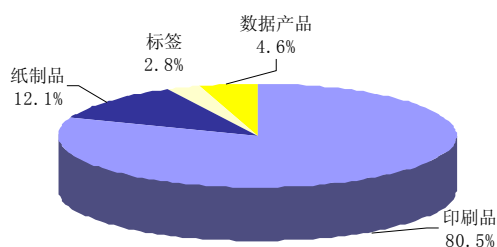
中国银行总行	中国人寿保险公司
中国建设银行总行	民生人寿保险股份有限公司
中国人民银行总行	山东省财政厅
中国工商银行总行	山东省地方税务局
中华人民共和国交通部	山东省国家税务局
中国海关总署	北京市财政局
中央国家机关政府采购中心	新疆维吾尔自治区地方税务局
财政部	青海省地方税务局
国家外汇管理局	河南省财政厅
国家邮政局	河南省地方税务局
中国福利彩票发行管理中心	中国光大银行

数据来源：联合证券研究所

公司收入构成以传统商票印刷为主，增速平稳

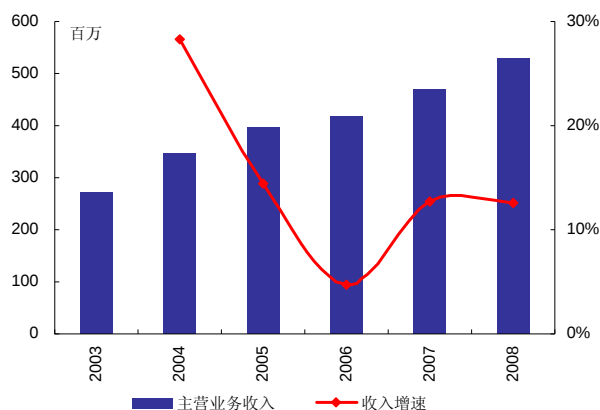
公司主营业务为商业票据印刷以及纸制品的加工、销售，主要产品有各类商业票据印刷品、可变数据印刷（DM）、标签、纸制品，产品主要适用于银行、税务、保险、海关等单位的发票、专用打印纸、存单、会计凭证等。其中传统商业票据的印刷为公司核心业务，该业务占公司销售收入比重达 80%以上。

图 3、公司 2008 主营业务收入构成



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

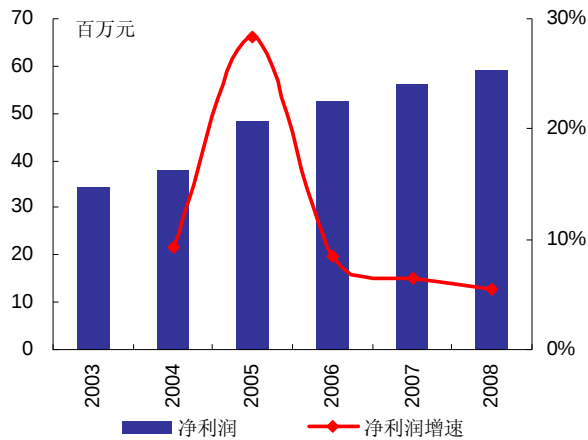
图 4、公司主营业务收入及增速



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

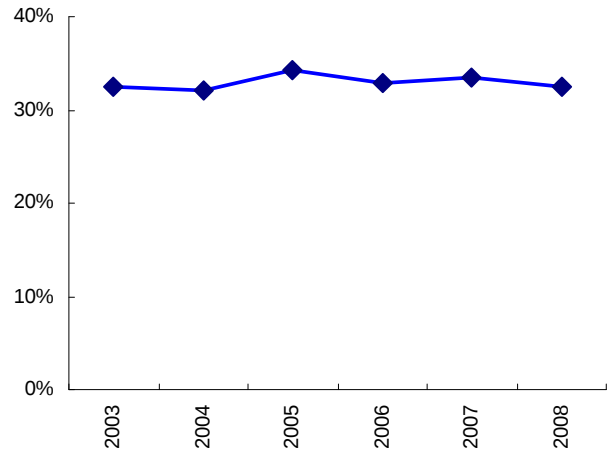
除了公司主营业务收入 2004 年增速为 28% 之外，近年来公司主营业务收入增长在 10% 左右，增幅相对平缓，基本反映了商业票据印刷行业发展现状。净利润增幅低于同期的主营业务收入增幅。毛利率水平基本维持在 33% 左右，2008 年下半年尽管受金融危机影响，下半年毛利率水平降至 29.1%，但全年毛利率仍达 32.5%。

图 5、公司净利润及增幅



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

图 6、公司主营业务毛利率水平

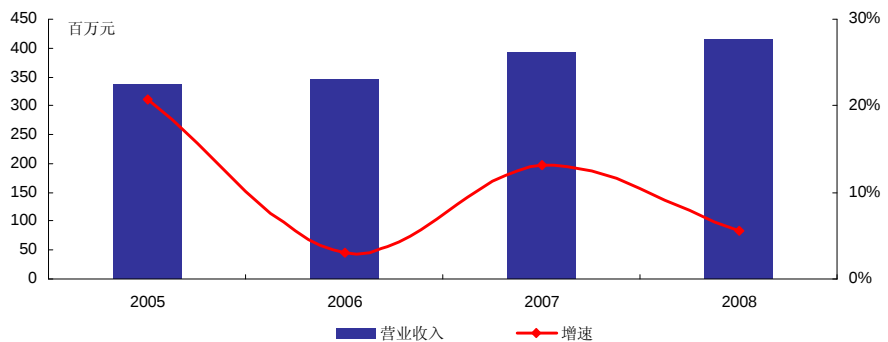


数据来源：公司年报，联合证券研究所。

DM 业务尚难推动公司快速成长

如前所述，传统商业票据印刷业务的行业增速在 12%左右，东港股份 05-08 年印刷品收入的复合增长率为 7%左右，低于行业水平。在传统商票印刷业务逐步成熟的背景下，公司间的竞争加剧，获取更多订单的难度逐步加大。由于此项业务目前占公司主营收入的 80%，因此，公司总体收入出现较快增长的可能性依赖于其他业务。

图 7、公司传统商票印刷业务收入



数据来源：公司年报，联合证券研究所。

公司 2007 年上市募集资金将主要投向：合资建立北京东港安全印刷有限公司、智能标签开发应用项目、数据处理及可变印刷与邮发封装系统开发应用项目、数字条码印刷开发应用项目以及防伪票证印刷品开发应用项目。其中数据处理及可变印刷与邮发封装系统即为直邮 DM 项目，数字条码印刷项目为智能标签印刷封装业务。

直邮项目和数字条码（智能标签）印刷业务相比，我们更看好直邮项目对公司成长的贡献。公司 2008 年直邮业务实现收入 2349 万，较 07 年增长 222%，毛利率水平 29.3%。

根据公司的规划,东港有望在未来的直邮印刷市场占据四分之一的份额,保守估计5年后直邮印刷市场规模达到8个亿,则直邮项目带来的收入为2.0亿左右,届时有望改变目前收入结构中传统票据占比较高的状况。公司2008-2013年直邮业务的复合增长率有望达到53%。但是由于目前DM业务收入占比较低,即使未来保持50%的年均复合增速,仍难改变公司业务收入增长放缓的局面。

相较DM业务,我们认为数字条码印刷(即智能标签)业务尚处于培育期,智能标签尚未在国内真正启用,主要由于:1)目前芯片成本仍然过高,约3-4元一片;2)智能标签对配套扫描设备要求较高,要求重置硬件;3)目前技术尚未完全成熟,比如如果应用到超市付账结算,很可能会漏扫;4)国家相关的统一标准不完善。另一方面我们认为基于RFID技术的智能标签封装并不是RFID产业链条上的核心环节,目前基于RFID能够提供整体解决方案的业务才能获取较高回报,而单纯的智能标签封装业务处于产业链的末端,获取高收益的可能性较低。

盈利预测及估值

1. 我们假设公司传统商业票据印刷业务09年、10年能够实现5%左右的增长水平,毛利率维持稳定;
2. 纸制品销售业务09年略有下滑,预计在5%左右;
3. 标签业务由于智能标签印刷业务尚未大规模开展,假设全部为不干胶标签,受养路费缴讫凭证取消影响,09年标签业务略有下滑,10年有所回升,毛利率基本稳定;
4. DM直邮业务未来两年的增幅50%;
5. 营业费用率、管理费用保持稳定;
6. 分红率维持在50%;

经测算公司09、10年的主营业务收入分别为5.57亿和6.04亿,增幅分别为5.5%和8.4%,EPS分别为0.53、0.55元,增幅分别为-1.7%和4.8%。09/10年公司动态PE分别为22、21倍。

我们认为公司主营业务增长趋缓,新业务未来两年尚难对公司收入利润做出较大贡献,考虑到公司稳定的分红比率、稳定的毛利率水平和平缓的增长前景,给予公司“中性”评级。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	241	270	273	293	营业收入	528	557	604	663
现金	133	146	133	133	营业成本	359	375	407	450
应收账款	27	37	46	57	营业税金及附加	0	0	0	1
其它应收款	14	14	16	17	营业费用	57	67	72	80
预付账款	5	5	6	6	管理费用	38	42	45	50
存货	62	66	72	80	财务费用	-1	-1	-1	-1
其他	1	1	1	1	资产减值损失	-1	0	1	1
非流动资产	451	503	565	596	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	326	365	414	451	营业利润	75	74	79	83
无形资产	56	59	63	66	营业外收入	2	2	2	2
其他	69	79	89	79	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	692	773	838	889	利润总额	76	75	79	83
流动负债	128	142	167	178	所得税	8	8	10	12
短期借款	0	0	14	6	净利润	67	66	70	71
应付账款	59	64	73	86	少数股东损益	8	8	9	9
其他	69	79	79	86	归属母公司净利润	59	58	61	62
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	119	115	130	145
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.53	0.55	0.56
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	128	142	167	178	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	35	43	52	61	成长能力				
股本	110	110	110	110	营业收入	12.6%	5.5%	8.4%	9.8%
资本公积	249	249	249	249	营业利润	7.0%	-1.4%	6.2%	5.0%
留存收益	170	228	260	291	归属于母公司净利润	5.5%	-1.7%	4.8%	0.9%
归属母公司股东权益	529	587	619	650	获利能力				
负债和股东权益	692	773	838	889	毛利率	32.0%	32.6%	32.6%	32.1%
现金流量表					净利率	11.2%	10.4%	10.1%	9.3%
单位: 百万元					ROE	11.2%	9.9%	9.9%	9.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	17.2%	15.0%	14.1%	14.0%
经营活动现金流	115	105	115	132	偿债能力				
净利润	67	66	70	71	资产负债率	18.5%	18.4%	19.9%	20.0%
折旧摊销	44	42	52	63	净负债比率	0.00%	0.00%	8.46%	3.31%
财务费用	-1	-1	-1	-1	流动比率	1.88	1.90	1.64	1.65
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.39	1.42	1.20	1.19
营运资金变动	3	-3	-7	-2	营运能力				
其它	1	1	1	1	总资产周转率	0.75	0.76	0.75	0.77
投资活动现金流	-116	-94	-114	-94	应收账款周转率	12	17	14	12
资本支出	113	89	109	89	应付账款周转率	5.29	6.11	5.94	5.67
长期投资	-2	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-5	-5	-5	-5	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.53	0.55	0.56
筹资活动现金流	-60	1	-14	-38	每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	0.96	1.05	1.20
短期借款	-10	0	14	-8	每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.33	5.62	5.91
长期借款	-23	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	20.54	20.90	19.93	19.75
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.30	2.07	1.96	1.87
其他	-27	1	-28	-30	EV/EBITDA	9	10	9	8
现金净增加额	-60	13	-13	-0					

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。